

## PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/37998>

Please be advised that this information was generated on 2017-12-06 and may be subject to change.

**Ondernemingsrecht, Consultatiedocument Monitoring Commissie over de rol van aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Nederlandse corporate governance code**

**Ondernemingsrecht (ONDR), incl. NV en TVVS, Ondernemingsrecht 2007, 31, Consultatiedocument Monitoring Commissie over de rol van aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Nederlandse corporate governance code**

**Ondernemingsrecht, Consultatiedocument Monitoring Commissie over de rol van aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Nederlandse corporate governance code**

Vindplaats: Ondernemingsrecht 2007, 31 Bijgewerkt tot: 08-03-2007

Auteur: R.H. Maatman, M. Meinema, A.F. Verdam

Consultatiedocument Monitoring Commissie over de rol van aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Nederlandse corporate governance code

1 Inleiding

Op 20 december jl. heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (de 'Commissie') een aantal documenten gepubliceerd: [1]

- haar tweede rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code (de 'Code');
- een consultatiedocument over de rol van aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code;
- antwoorden op vragen van de Ministers van Economische Zaken, van Financiën en van Justitie aan de Commissie, naar aanleiding van het toegenomen aandeelhoudersactivisme in Nederland sinds de totstandkoming van de Code. In haar antwoorden verwijst de Commissie veelvuldig naar het consultatiedocument.

De Commissie nodigt alle belangstellenden uit om te reageren op het consultatiedocument.

De reactietermijn sluit op 15 maart 2007. Met inachtneming van de reacties zal de Commissie haar definitieve bevindingen vóór de zomer van 2007 aanbieden aan het kabinet.

De auteurs van deze bijdrage (leden en secretaris van de Commissie) hebben de belangrijkste onderwerpen uit het consultatiedocument hierna samengevat.

2 Rol aandeelhouders

Mede naar aanleiding van een in de zomer van 2006 gehouden enquête onder vennootschappen en beleggers heeft de Commissie voorlopige opvattingen geformuleerd over de rol van aandeelhouders en daarover vragen gesteld, meer in het bijzonder over de rolverdeling tussen de vennootschapsorganen, rechten en verplichtingen van aandeelhouders, identificatie van aandeelhouders, lange termijn aandeelhouderschap en de communicatie tussen vennootschap en aandeelhouders in en buiten het kader van de algemene vergadering. Daarbij heeft de Commissie buitenlandse rechtsstelsels/internationale ontwikkelingen in ogenschouw genomen.

Rolverdeling tussen bestuur, raad van commissarissen en algemene vergadering

De Commissie meent dat de Code voldoende openingen biedt aan vennootschappen om met 'activistische' aandeelhouders om te gaan. Het bestuur heeft een centrale positie: het bepaalt de strategie en is daarbij - anders dan geldt voor aandeelhouders - gebonden aan het belang van de vennootschap en het afwegen van de belangen van alle bij de vennootschap betrokkenen. De raad van commissarissen houdt daarop toezicht en staat het bestuur met raad terzijde. Beide organen leggen over deze belangenafweging verantwoording af aan de

algemene vergadering. In het kader van het afleggen van verantwoording acht de Commissie het aanbevelenswaardig om, naast de publicatie van tegenstrijdige belangen in het jaarverslag (vgl. Codebepalingen II.3.4 en III.6.3), *change of control* clausules in contracten met bestuurders openbaar te maken, wanneer besluiten van het bestuur over belangrijke wijzigingen in het karakter van de vennootschap aan de algemene vergadering ter goedkeuring worden voorgelegd.

De Commissie constateert dat de rol van de raad van commissarissen in de praktijk steeds belangrijker wordt. In het Nederlandse two-tier systeem is de voorzitter van de raad van bestuur doorgaans het primaire aanspreekpunt voor aandeelhouders. In dit systeem meent de Commissie dat het aanbeveling verdient dat de voorzitter van de raad van commissarissen slechts tezamen met een lid van het bestuur gesprekken voert met aandeelhouders, om mogelijke nuanceverschillen in de communicatie te voorkomen.

Wat betreft de ontwikkeling van het Nederlandse corporate governance model, bergt het overnemen van bepaalde elementen uit buitenlandse rechtssystemen naar de opvatting van de Commissie het risico in zich dat de samenhang binnen het Nederlandse systeem onvoldoende tot haar recht komt en dat cumulatie optreedt van regelingen binnen het Nederlandse systeem. Daarom zou voorzichtigheid moeten worden betracht ten aanzien van een verdere uitbreiding van regels die de verhouding beheersen tussen de vennootschap en haar aandeelhouders, teneinde een evenwicht in het systeem zoveel mogelijk te handhaven.

Rechten en verplichtingen van aandeelhouders

Uit de reacties op de enquête blijkt dat veel vennootschappen behoefte hebben om hun aandeelhouders te kennen. Voorts onderkent de Commissie een toenemende behoefte om met bepaalde aandeelhouders in overleg te kunnen treden. Dit kan bevorderlijk zijn voor een dialoog tussen vennootschap en aandeelhouder. De Commissie denkt dat het nuttig kan zijn de drempel in het kader van de Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen te verlagen naar 3%, in combinatie met een meldingsplicht van iedere procentpunt wijziging. Ook acht de Commissie het wenselijk dat aandeelhouders boven 5% hun intenties bekend maken. Vergelijkbare verplichtingen bestaan bijvoorbeeld in de Verenigde Staten, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk.

Ten aanzien van securities lending meent de Commissie dat in de Code de veronderstelling besloten ligt dat zeggenschapsbelang zoveel mogelijk dient te sporen met het financiële belang (vgl. bepalingen IV.1.2 en IV.2.8). De Commissie meent daarom dat securities lending met het oogmerk om zeggenschap uit te oefenen ('empty voting') moet worden ontmoedigd. Securities lending heeft echter ook positieve kanten. Er wordt liquiditeit verschaft aan 'de markt' waardoor leveringsverplichtingen kunnen worden nagekomen en een efficiënte prijsvorming wordt bevorderd. De Commissie acht meer onderzoek nodig over de voor- en nadelen.

Identificatie van aandeelhouders

Op verscheidene plaatsen in de Code komt tot uiting dat een dialoog tussen onderneming en aandeelhouders wenselijk is. De anonimiteit van aandeelhouders wordt door veel vennootschappen gezien als een obstakel om die dialoog tot stand te brengen. Het ziet er niet naar uit dat er binnen afzienbare tijd een Europese regeling voor dit probleem tot stand komt. Wel zijn er in verschillende rechtsstelsels op nationaal niveau regels gecreëerd om de identiteit van de (economische) aandeelhouders te achterhalen, die internationale doorwerking hebben. De Commissie meent dat het overweging verdient om dergelijke regels ook in Nederland te introduceren, met verwijzing naar het Engelse en/of Franse systeem.

Lange termijn aandeelhouderschap

In de preambule van de Code wordt als uitgangspunt gehanteerd dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. Bestuur en raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid om de

belangen van deze partijen af te wegen. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. De Commissie onderkent dat inspanningen zijn vereist om een vertrouwensbasis tot stand te brengen tussen vennootschap en aandeelhouders die ook op lange termijn houdbaar is. Een heldere communicatie van een eenduidige ondernemingsstrategie, gepaard gaande met disclosure over de aan die strategie verbonden kansen en risico's, kunnen daaraan bijdragen. Het verdient aanbeveling dat ondernemingsleiding en aandeelhouders daarover in een dialoog van gedachten kunnen wisselen. De Commissie beziet met belangstelling internationale en particuliere initiatieven om lange termijn aandeelhouderschap te bevorderen. Verwezen wordt naar het loyaliteitsdividend van DSM, de mogelijkheid om aandeelhouders die zich voor langere tijd binden aan een vennootschap extra stemrecht of extra dividend toe te kennen en de introductie van een stemdividend ('attendance fee'). Daarbij vraagt de Commissie respondenten of zij van mening zijn dat de wetgever en/of de Commissie een taak hebben/heeft om de lange termijn relatie tussen vennootschap en aandeelhouder te bevorderen, of dat dit moet worden overgelaten aan marktwerking.

Communicatie tussen vennootschap en aandeelhouders door het jaar heen

De Commissie meent dat een dialoog met aandeelhouders buiten het kader van de algemene vergadering nuttig kan zijn: beleggers kunnen hun standpunten onder de aandacht brengen, de ondernemingsleiding kan daar kennis van nemen en daarover kan van gedachten worden gewisseld. Gesprekken buiten de algemene vergadering kunnen tot een meer open discussie leiden en tot wederzijds begrip. Uiteraard geldt als voorwaarde dat bij het voeren van deze gesprekken de wettelijke regels volledig worden nageleefd, in het bijzonder ten aanzien van marktmisbruik. Steeds zal zorgvuldig moeten worden afgewogen of informatie die van de zijde van de vennootschap wordt verstrekt niet in strijd komt met de geldende regels. Het blijft de verantwoordelijkheid van de vennootschap om te beoordelen of bepaalde informatie al dan niet koersgevoelig is. De zorgvuldigheid die beide partijen dienen te betrachten vereist dat koersgevoelige informatie niet wordt verstrekt dan nadat partijen elkaar over en weer in de gelegenheid hebben gesteld maatregelen te treffen met het oog op een verantwoorde omgang met voorwetenschap. Het onverhoeds verstrekken van koersgevoelige informatie is 'uit den boze'. Daarbij geldt dat, hoe specifiek het onderwerp van gesprek, hoe meer voorzichtigheid is geboden. De dialoog met individuele aandeelhouders laat onverlet de verantwoordingsplichten die het bestuur en de raad van commissarissen hebben jegens de algemene vergadering.

De Commissie onderkent dat een zekere spanning lijkt te bestaan tussen de dialoog en de regels inzake marktmisbruik (zie ook IV.3.1 en IV.3.4). Deze spanning zou naar de opvatting van de Commissie kunnen worden teruggedrongen indien de vennootschap een beleid formuleert inzake bilaterale contacten met aandeelhouders en dit beleid publiceert op haar website. Voor het overige acht de Commissie geen extra spelregels nodig.

Communicatie in het kader van de algemene vergadering

De Commissie meent dat de aandeelhoudersvergadering in veel gevallen niet langer kan worden gezien als het forum waarin besluitvorming tot stand komt als 'vrucht van onderling overleg'. Dit is inherent aan de verdergaande internationalisering, institutionalisering en nog grotere spreiding van aandelenkapitaal. De Commissie deelt echter niet de scepsis over de rol die de aandeelhoudersvergadering in de toekomst nog te spelen heeft. De fysieke aandeelhoudersvergadering blijft volgens de Commissie nodig als platform voor verantwoording en als belangrijk sluitstuk van het besluitvormingsproces.

De Commissie meent voorts dat het motiveren van de stemkeuze tijdens de algemene vergadering of op andere wijze nuttig kan zijn, omdat dit inzichtelijker maakt welke afwegingen kunnen worden gemaakt. De Commissie ziet evenwel geen aanleiding om aandeelhouders te verplichten - al dan niet langs elektronische weg - op de algemene

vergadering te verschijnen, dan wel daar het woord te voeren, ook niet voor aandeelhouders die een zeker percentage van de aandelen en/of stemrechten houden.

De Commissie meent dat het aanbeveling verdient dat de vennootschap aan beleggers de mogelijkheid biedt om voorafgaande aan de algemene vergadering afgegeven stemvolmachten bij een onafhankelijke derde te deponeren. Dit laat onverlet dat het aan aandeelhouders vrij staat het bestuur te informeren over hun (voorgenomen) stemgedrag. Voor zover het bestuur bekend is met de stemmen en/of stemvolmachten die voorafgaande aan de vergadering zijn uitgebracht c.q. afgegeven, betekent dit in de opvatting van de Commissie niet dat deze stemmen en/of stemvolmachten ook reeds voorafgaande aan de vergadering zouden moeten worden gepubliceerd.

De Commissie meent dat het beperken van de spreektijd van individuele aandeelhouders - een uit de enquête zowel onder vennootschappen als onder beleggers geuite wens - dienstig kan zijn voor het bevorderen van een efficiënte en inhoudelijk zinvolle algemene vergadering. Het is de taak van de voorzitter om gebruik te maken van zijn bevoegdheden in deze; hij bepaalt de vergaderorde. Het lijkt niet nodig om daarvoor een wettelijke regeling in het leven te roepen.

### 3 Toepassingsbereik

Aanleiding voor de consultatie over het toepassingsbereik van de Code is enerzijds het relatief lage nalevingspercentage van de Code door Nederlandse fondsen met uitsluitend notering in het buitenland en door lokale fondsen en anderzijds het ontstaan van alternatieve, niet-gereguleerde beurzen (vgl. Alternext, de MiFid-richtlijn). De Commissie heeft daarom een aantal vragen gesteld, in de eerste plaats over de naleving van de Code door 'buitenlandse' fondsen. Vaak leven deze fondsen wel een buitenlandse code na die van toepassing is op de effectenmarkt waar zij genoteerd zijn. De wettelijke verankering van de Code knoopt echter aan bij de nationaliteit van de vennootschap. De Commissie meent dat terughoudendheid is geboden bij een eenzijdige introductie van expliciete keuzevrijheid voor Nederlandse fondsen met uitsluitend een buitenlandse notering.

In de tweede plaats stelt de Commissie vragen over de naleving van de Code door lokale fondsen. De Commissie meent dat als uitgangspunt geldt dat (potentiële) aandeelhouders in lokale fondsen behoefte hebben aan dezelfde informatieverschaffing door lokale fondsen als door overige fondsen. Lokale fondsen beschikken evenwel over beperktere middelen en organisatie dan grotere fondsen. De Commissie vraagt of respondenten van mening zijn dat er voor lokale fondsen een specifieke code zou moeten gelden, en zo ja, aan welke minimale vereisten een dergelijke code dient te voldoen.

Ten slotte komt aan de orde de vraag of respondenten van mening zijn dat het wenselijk is een (specifieke) code te ontwikkelen voor vennootschappen van wie de aandelen worden verhandeld op niet-gereguleerde markten.

### 4 Slot

Met het consultatiedocument over de rol van aandeelhouders tracht de Monitoring Commissie Corporate Governance Code de discussie die in gang is gezet naar aanleiding van de gewijzigde verhoudingen tussen bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouders(vergadering) en de toegenomen activiteit van aandeelhouders van een richting te voorzien en, waar nodig, de wetgever aan te bevelen in te spelen op die gewijzigde verhoudingen. Daarbij meent de Commissie dat aansluiting kan worden gezocht bij in de internationale financiële markt toonaangevende rechtsstelsels (vooral het Verenigd Koninkrijk). De consultatie over het toepassingsbereik van de Code beoogt de mening van de markt te peilen over nut en noodzaak van de Code voor bepaalde categorieën vennootschappen. Dit houdt de Code levend. Voor beide onderwerpen geldt dat de definitieve bevindingen van de Commissie aan kracht winnen naarmate zij meer gedragen worden door de markt. Derhalve is het van groot belang dat betrokkenen op de consultatie reageren (de

reactietermijn sluit op 15 maart). Met inachtneming van de reacties zal de Commissie haar bevindingen presenteren aan het (nieuwe) kabinet.

Voetnoot

[1]

De documenten zijn beschikbaar op de website van de Monitoring Commissie [www.commissiecorporategovernance.nl/](http://www.commissiecorporategovernance.nl/) Marktconsultatie\_en\_Rapport\_2006\_(downloaden). De Engelse versie van het rapport en het consultatiedocument is beschikbaar op [www.commissiecorporategovernance.nl/Information%20in%20English](http://www.commissiecorporategovernance.nl/Information%20in%20English).

Copyright © Kluwer 2012  
Kluwer Online Research

Dit document is gegenereerd op 21-06-2012

Op dit document zijn de algemene leveringsvoorwaarden van Kluwer van toepassing.